Embargo: 28. September 2011, 18.15 Uhr

Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?

Thomas J. Jordan*

Vizepräsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft Basel
Basel, 28. September 2011

*Der Referent dankt Claudia Strub, Till Ebner, Andreas Keller und Peter Kuster für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Zudem dankt er auch Philipp Hildebrand, Jean-Pierre Danthine, Thomas Wiedmer, Enzo Rossi, Martin Plenio, Rita Kobel und Denis Jonin für wertvolle Kommentare sowie dem Sprachendienst der SNB für die Übersetzungen.

Einleitung

Aus den Turbulenzen auf den Finanzmärkten im Sommer 2007 entwickelte sich in kurzer Zeit eine der grössten Finanz- und Wirtschaftskrisen in der modernen Geschichte. Ein wesentlicher Grund für diese Eskalation war die mangelhafte Ausstattung der Banken mit Eigenkapital. Eine wichtige Lehre aus dieser jüngsten Krise ist also, dass die Banken über mehr Eigenkapital verfügen müssen. Aufsichtsbehörden und Zentralbanken haben sich daher weltweit für strengere Eigenmittelvorschriften eingesetzt. Die Schweiz hat sehr rasch auf diese Erkenntnisse reagiert und konkrete Massnahmen zur Stärkung der Finanzstabilität beschlossen.[1]

Unterdessen musste die Schweizerische Nationalbank (SNB) 2010 und im ersten Halbjahr 2011 als Folge der Frankenstärke bzw. der Bewertungsveränderungen auf ihren Devisenbeständen selber grosse Verluste schreiben und daher einen massiven Eigenkapitalschwund hinnehmen. Zeitweise wurde in der Presse sogar befürchtet, dass die Nationalbank bald negatives Eigenkapital ausweisen müsse. Es ist verständlich, dass in einer solchen Situation in der Öffentlichkeit besorgte Stimmen laut werden. Kann die Nationalbank durch negatives Eigenkapital ihre Handlungsfähigkeit verlieren? Müsste die SNB im Fall von negativem Eigenkapital rekapitalisiert werden oder gar ihre Bilanz deponieren?

Dies sind alles sehr legitime Fragen. In meinen heutigen Ausführungen möchte ich daher vertieft auf sie eingehen. Lassen Sie mich aber gleich zu Beginn sagen, dass die kurze Antwort auf alle diese Fragen nein lautet, denn die Nationalbank ist nicht mit einer Geschäftsbank oder einem anderen privaten Unternehmen vergleichbar. Zum einen können Zentralbanken nämlich nicht illiquid werden. Dies hat zur Folge, dass eine Zentralbank nicht in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt ist, wenn ihr Eigenkapital vorübergehend negativ wird. Sie wird auch nicht wie andere Unternehmen dazu gezwungen, Sanierungsmassnahmen einzuleiten oder ihre Bilanz zu deponieren. Zum anderen hat eine Zentralbank aufgrund des

[1] Bereits 2008 wurde die Eigenmittelvorschriften für Grossbanken verschärft, und seit 2010 ist eine neue Liquiditätsregulierung für Grossbanken in Kraft. Zudem findet am 30. September 2011 die Schlussabstimmung im Parlament über die Vorlage zur Reduktion der Too-big-to-fail-Problematik statt.

Notenmonopols gegenüber normalen Unternehmen einen Finanzierungsvorteil und kann nach Verlusten langfristig immer wieder Eigenkapital aufbauen.

Gleichzeitig möchte ich aber festhalten, dass ein über lange Zeit anhaltender Zustand von negativem Eigenkapital auch für eine Zentralbank nicht unproblematisch ist, weil er ihre Glaubwürdigkeit und ihre Unabhängigkeit gefährden kann. Deshalb ist es für eine Zentralbank wichtig, eine ausreichende Eigenkapitaldecke zu halten respektive das Eigenkapital nach Verlusten wieder aufzubauen. Die SNB misst diesem Aspekt eine grosse Bedeutung zu.

Unternehmen brauchen positives Eigenkapital

Im Folgenden möchte ich die Frage, ob die Nationalbank Eigenkapital braucht, eingehender behandeln. Um die Zusammenhänge zu verstehen, wollen wir uns zunächst in Erinnerung rufen, was Eigenkapital eigentlich ist. Generell gesagt ist Eigenkapital der Anspruch der Eigentümer auf die verbleibenden Vermögenswerte eines Unternehmens, nachdem alle Schulden bezahlt sind. Ein Beispiel: Ein Unternehmen weist in der Bilanz ein Vermögen (Guthaben, Forderungen, Finanzanlagen usw.) im Wert von insgesamt 1 Mio. Franken aus. Es schuldet gleichzeitig der Bank und den Lieferanten insgesamt 600'000 Franken. Diese Verpflichtungen stellen das Fremdkapital dar. Zieht man vom Vermögen das Fremdkapital ab – d.h., zahlt man diese Schulden zurück – bleiben auf der Aktivseite der Bilanz 400'000 Franken Nettovermögen und entsprechend auf der Passivseite das Eigenkapital.

Eigenkapital wird bei der Gründung eines Unternehmens gezeichnet und eingezahlt. Eigenkapital kann aber auch vom Unternehmen selber erarbeitet werden. Erwirtschaftet das Unternehmen durch seine Tätigkeit Gewinne, kann es diese Gewinne entweder an die Eigentümer (im Falle einer Aktiengesellschaft sind dies die Aktionäre) ausschütten oder aber zurückbehalten. Entscheidet es sich für Letzteres, erhöht sich damit sein Eigenkapital. Entsprechend reduzieren Verluste das Eigenkapital. Das Eigenkapital wird also massgeblich vom wirtschaftlichen Erfolg beeinflusst.

Warum aber braucht ein Unternehmen positives Eigenkapital? Eigenkapital dient einerseits als Schutz für die Gläubiger. Solange ein Unternehmen mehr Vermögenswerte als Verbindlichkeiten ausweist – also ein positives Eigenkapital hat –, kann es grundsätzlich allen Verpflichtungen nachkommen. Übersteigt dagegen das Fremdkapital eines

Unternehmens sein Vermögen, kann es nicht mehr allen Verpflichtungen nachkommen – es stehen dafür nicht mehr ausreichende Vermögenswerte zur Verfügung. Das Unternehmen ist überschuldet und somit insolvent. Es muss danach entweder saniert oder liquidiert werden.

Aber bereits bevor es zu einer tatsächlichen Überschuldung kommt, können allein schon Zweifel an der Solvenz ein Unternehmen in Gefahr bringen. In jedem Unternehmen können kurzfristig Zahlungsprobleme auftreten, weil es z.B. zu wenig flüssige Mittel (Barbestände, Bankguthaben usw.) hat. Um diesem Zustand der sogenannten Illiquidität zu begegnen, muss es entweder Zahlungsaufschübe aushandeln oder Geld ausleihen. Gelingt dies nicht, muss das Unternehmen Vermögenswerte abstossen. Daraus kann je nach Ursache für den Liquiditätsengpass eine Abwärtsspirale entstehen, die schliesslich zur Insolvenz führen kann, obschon das Unternehmen zu Beginn ein positives Eigenkapital aufgewiesen hat.

Ich möchte Ihnen diese Abwärtsspirale erläutern: Mit dem erzwungenen Verkauf von Vermögenswerten beraubt das Unternehmen sich unter Umständen der notwendigen Betriebseinrichtungen oder nimmt viel zu wenig für diese Vermögenswerte ein. In der Bankenwelt spricht man von „fire sales“, wenn illiquide Finanzanlagen raschestmöglich und deshalb quasi zu jedem Preis verkauft werden müssen, um an „flüssige Mittel“ heranzukommen. Erzwungene Verkäufe führen meist zu Verlusten auf diesen Vermögenswerten. Zudem schränken sie auch das künftige Ertragspotenzial ein. Eine solche Entwicklung führt in vielen Fällen zur Insolvenz.

Zusammengefasst lässt sich festhalten: Bei privaten Unternehmen ist ein Zustand von negativem Eigenkapital zu keiner Zeit haltbar. Eine robuste Eigenkapitaldecke wirkt nicht nur als Schutz im Fall von Verlusten, sondern ist für die Handlungsfähigkeit des Unternehmens auch in normalen Zeiten zentral. Sie sendet ein wichtiges Signal an die verschiedenen Gläubiger und an mögliche Kreditgeber, dass das Unternehmen auch bei temporären Liquiditätsengpässen gesund und damit fähig ist, offene Forderungen zu begleichen.[2] Unternehmen und Geschäftsbanken ohne ausreichendes Eigenkapital müssen von Gesetzes wegen saniert, d.h. mit neuem Eigenkapital ausgestattet, oder schlimmstenfalls liquidiert werden.[3]

---

[2] Es ist daher kein Zufall, dass dem Eigenkapital auch in der Analyse der Kreditwürdigkeit von Unternehmen und Gegenparteien (Ratings) eine zentrale Rolle zukommt.

[3] Siehe z.B. die Vorschriften in Art. 725 OR.

Zentralbanken sind auch mit negativem Eigenkapital handlungsfähig

Wie sieht das bei einer Zentralbank aus? Können diese Überlegungen eins zu eins auf die SNB übertragen werden?

Die Antwort lautet nein. Eine Zentralbank ist aus mehreren Gründen nicht mit einem privaten Unternehmen vergleichbar, insbesondere auch nicht mit einer Bank. Die mit einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung verbundenen Probleme stellen sich daher nicht oder zumindest nicht in der gleichen Form. Zum einen kann eine Zentralbank nicht in Liquiditätsprobleme geraten. Zum anderen erwirtschaftet sie längerfristig immer wieder Gewinne, womit sie sich nach einer Periode mit Verlusten über die Zeit von selber wieder eine ausreichende Eigenkapitalbasis aufbauen kann. Ich werde dies nun genauer ausführen.

Zentralbanken haben kein Liquiditätsproblem

Ein erster Grund für die Sonderstellung einer Zentralbank liegt darin, dass es bei ihr keine Liquiditätsengpässe – also kurzfristige Zahlungsprobleme – gibt. Die Zentralbank kann sämtlichen Zahlungsverpflichtungen jederzeit nachkommen, weil sie die benötigte Liquidität selber schaffen kann.[4]

Dieser Unterschied zu privaten Unternehmen ist ganz entscheidend. Wie kommt es dazu?

Nimmt ein privates Unternehmen einen Kredit auf, werden Zins, Laufzeit und Kredithöhe vertraglich definiert. Die Zinszahlungen und der Rückzahlungsbetrag sind zeitlich und betragsmässig definierte Verpflichtungen. Wird eine Zahlung fällig, muss der Schuldner über entsprechende liquide Mittel verfügen, um diesen Anspruch zu befriedigen. Fehlen die liquiden Mittel, muss er – wie erwähnt – entweder Aktiven verkaufen oder Kredite aufnehmen.

Bei einer Zentralbank wie der SNB funktioniert die Finanzierung anders. Erstens besteht das Fremdkapital der SNB in der Regel hauptsächlich aus den in Verkehr gesetzten Banknoten und den Sichtguthaben der Banken bei der SNB, den sogenannten Giroguthaben.[5] Diese zwei Komponenten zusammen ergeben die Notenbankgeldmenge. Diese lässt sich nicht mit Schulden von gewöhnlichen Unternehmen vergleichen. Auf diesen Verbindlichkeiten leistet

---

[4] Zahlungsverpflichtungen in fremder Währung sind hingegen nicht zwingend und jederzeit begleichbar. Hier ist entscheidend, ob sich eine Zentralbank die fremde Währung auf dem Devisenmarkt oder über andere Kanäle beschaffen kann.

[5] Diese Sichtguthaben entsprechen einem Kredit der Geschäftsbanken an die SNB.

die SNB keinen Zins, die Laufzeit ist nicht begrenzt, und die „Kredithöhe“ kann grundsätzlich von der SNB bestimmt werden.[6] Es gibt also keine mit dem obengenannten Kreditvertrag für private Unternehmen vergleichbare Verpflichtung. Da es sich zudem bei den Noten und den Giroguthaben um gesetzliche Zahlungsmittel handelt, sind diese Verbindlichkeiten auch nicht im eigentlichen Sinne einforderbar, sondern können einzig – als gleichwertige gesetzliche Zahlungsmittel – gegeneinander getauscht werden.

Ein Beispiel: Will jemand von Ihnen der SNB eine Banknote (sozusagen Ihr Kredit an die Nationalbank) zurückgeben und den entsprechenden Gegenwert einfordern, händigen wir Ihnen einzig eine neue Banknote mit gleichem Nennwert aus. Sie haben also keinen Anspruch darauf, eine Banknote im Austausch gegen einen anderen Vermögenswert zurückzugeben. Oder ein anderes Beispiel: Will eine Bank ihre Banknoten „einlösen“, so bekommt sie ausschliesslich eine Gutschrift auf ihrem Girokonto. Die Notenbankgeldmenge bleibt unverändert.

Zweitens hat die SNB zudem von Gesetzes wegen das Recht, ausstehende Forderungen mit der Schöpfung von Franken sozusagen „aus dem Nichts“ zu begleichen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch davon, dass eine Zentralbank „Geld drucken“ kann. Dank dieser autonomen Geldschöpfungsmöglichkeit, dem Notenmonopol, gerät die SNB nie in Liquiditätsengpässe. Muss die SNB z.B. einer Geschäftsbank einen auslaufenden SNB-Bill, d.h. eine eigene Schuldverschreibung, zurückzahlen, erfolgt dies einfach mit einer Gutschrift auf dem Girokonto der entsprechenden Bank. Die SNB kann auch umgekehrt – um die Liquidität im System zu vermindern – Wertpapiere wie SNB-Bills jederzeit neu ausgeben.

Da ein Liquiditätsengpass in eigener Währung unmöglich ist, stellt sogar eine Situation, in der eine Zentralbank negatives Eigenkapital ausweist, für ihre Geschäftspartner kein Problem dar. Denn im Unterschied zu anderen Unternehmen und Banken könnte sie auch in diesem Fall den künftigen Forderungen in eigener Währung immer nachkommen. Die Gegenparteien einer Zentralbank mit vorübergehend negativem Eigenkapital sind demzufolge nicht schlechter gestellt als solche einer Zentralbank mit einem grossen Eigenkapitalpolster. Daher wird das Vertrauen der Gläubiger in die Fähigkeit einer Zentralbank, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen, nicht gemindert. Sie muss auch keine „fire sales“

[6] Die Präferenz für Bargeldhaltung wird aber auch durch das Publikum bestimmt.

vornehmen, um an mehr Liquidität zu gelangen. Eine damit verbundene Abwärtsspirale wie bei privaten Unternehmen kann somit nicht entstehen.

Die Fähigkeit einer Zentralbank, ihre Verbindlichkeiten fortwährend zu bedienen, hat weitreichende Konsequenzen:

Zum einen bleibt die SNB handlungsfähig, auch wenn sie vorübergehend ein negatives Eigenkapital ausweisen muss.[7] Handlungsfähigkeit bedeutet, dass die Zentralbank vollumfänglich in der Lage ist, ihre geldpolitischen Entscheide umzusetzen und ihren geldpolitischen Auftrag jederzeit zu erfüllen.

Zum anderen besteht bei negativem Eigenkapital kein rechtlicher Zwang zur Sanierung, geschweige denn zur Liquidation, wie ihn in der Schweiz das Obligationenrecht in Verbindung mit den Schuldbetreibungs- und Konkursrecht (SchKG) für solche Situationen bei privatrechtlich organisierten Gesellschaften gewöhnlich vorschreibt.

Die SNB nimmt eine öffentlich-rechtliche Aufgabe wahr, die ihr von der Bundesverfassung übertragen wurde. Die Auflösung der SNB als Funktionseinheit mit Verfassungsauftrag verbunden mit der Ablösung des Schweizer Frankens müsste zwingend über eine Verfassungsrevision erfolgen. Die Liquidation der SNB hätte zudem mittels Bundesgesetz zu geschehen. Die Anwendung der Konkursbestimmungen des SchKG ist daher im Fall der SNB ausgeschlossen, sie stünde in direktem Widerspruch zur Bundesverfassung.

Konsequenterweise ergeben sich daher rechtlich weder aus dem Nationalbankgesetz noch aus dem Obligationenrecht oder dem SchKG Hindernisse, die einer Fortführung der Geschäftstätigkeit der SNB bei negativem Eigenkapital entgegenstehen könnten. Weder der Bankrat noch ein anderes Organ der SNB müsste im Falle von negativem Eigenkapital rechtliche Schritte einleiten. Überdies besteht weder für die Aktionäre (Private und Kantone) noch für den Bund eine Verpflichtung, negatives Eigenkapital durch eine Nachschusspflicht oder ähnliche Massnahmen auszugleichen.

---

[7] Im Falle der SNB setzt sich Eigenkapital aus Rückstellungen für Währungsreserven, Ausschüttungsreserve und Aktienkapital zusammen. Jahresverluste gehen zu Lasten der Ausschüttungsreserve, welche unter Umständen negativ werden kann. Falls die negative Ausschüttungsreserve (absolut) grösser ist als die Rückstellungen für Währungsreserven und das Aktienkapital, weist die SNB in der Bilanz ein negatives Eigenkapital aus.

Zentralbanken erwirtschaften dank ihres Finanzierungsvorteils langfristig Gewinne

Lassen Sie mich zum zweiten Grund kommen, weshalb eine Periode mit negativem Eigenkapital für eine Zentralbank unproblematisch ist. Zentralbanken erwirtschaften im langfristigen Durchschnitt stets Gewinne, häufig auch als „Seigniorage" bezeichnet. Mit diesen Gewinnen können Zentralbanken nach Verlusten ihr Eigenkapital immer wieder aufbauen. Der Hauptgrund für die Fähigkeit, Gewinne zu erzielen, liegt darin, dass für Zentralbanken – im Gegensatz zu privaten Unternehmen – die Finanzierung ihrer Aktiven dank des Notenmonopols im Normalfall praktisch gratis ist.

Wie kommt es zu diesen langfristigen Gewinnen?

Die Aktiven einer Zentralbank werfen wie bei einem privaten Unternehmen Erträge ab.[8] Eine Notenbank muss sich dagegen in der Regel nicht über verzinsliches Fremdkapital finanzieren. Denn die vorher erwähnte Notenbankgeldmenge ist eine ganz spezielle Form der Finanzierung, die sehr bescheidene Kosten verursacht. So zahlt die SNB auf den Girokonten der Banken keinen Zins, und die Produktion der Banknoten und die Sicherstellung des Bargeldverkehrs kosten einen vernachlässigbaren Bruchteil des Nennwerts. Diese Finanzierung ist also nahezu gratis, und das hat zur Folge, dass für eine Zentralbank strukturell Gewinne anfallen.[9] Gewinne sind gemäss Nationalbankgesetz zuerst einmal dazu zu verwenden, ausreichende Rückstellungen (für Währungsreserven) zu bilden. Damit wird das Eigenkapital erhöht bzw. nach Verlusten wieder aufgebaut, denn Rückstellungen für Währungsreserven sind ungeachtet der Bezeichnung dem Eigenkapital zuzurechnen. Liegt darüber hinaus ein Überschuss vor, so wird dieser – bis auf die gesetzlich begrenzte Dividende an die Aktionäre – an Bund und Kantone ausgeschüttet.

---

[8] Dabei sind laufende Erträge wie Zinseinnahmen und Dividenden von reinen Bewertungs- und Wechselkursänderungen zu unterscheiden. Laufende Erträge auf Wertschriften fallen in der Regel periodisch an und sind immer positiv. Dagegen können Bewertungsänderungen auf Wertschriften und Gold sowie die Wechselkurse grossen Schwankungen in beide Richtungen unterworfen sein.

[9] Die zweite Art der Finanzierung von Zentralbankaktiven ist das Eigenkapital. Eigenkapital wird nicht zwangsläufig verzinst, sondern nur im Falle von Gewinnen entschädigt. Diese Entschädigung kann über eine Dividendenauszahlung sowie bei der Nationalbank zusätzlich über die Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone erfolgen. Unter Umständen können auch SNB-Bills eine wichtige Art der Finanzierung der SNB sein. Diese müssen zwar verzinst werden, jedoch liegt die Höhe der Verzinsung in der Regel unterhalb der langfristigen Rendite auf den Aktiven.

Langfristig betrachtet ist dank des Notenmonopols für die SNB somit das Potenzial vorhanden, Gewinne zu erwirtschaften. Dies trifft selbst dann zu, wenn die konsequente Erfüllung ihres geldpolitischen Auftrags phasenweise zu massiven Verlusten führt, die das Eigenkapital vorübergehend negativ werden lassen. Auch wenn diese Verluste erschreckend wirken können, müssen wir uns immer in Erinnerung rufen, dass die Jahresergebnisse der SNB von Natur aus grossen Schwankungen unterworfen sind. Dies war schon immer so und ist in geldpolitisch ausserordentlichen Zeiten wie heute erst recht der Fall.

Warum aber können bei der Nationalbank Verluste entstehen? Dies ist meistens dann der Fall, wenn der Franken sich stark aufwertet. Ich möchte Ihnen das anhand von zwei Beispielen illustrieren.

Rufen wir uns erstens die Währungsverluste der 1970er-Jahre in Erinnerung. Nach dem Auseinanderbrechen des festen Währungsgefüges von Bretton Woods musste die SNB massive Bewertungsverluste auf ihren Fremdwährungspositionen hinnehmen. Über die nachfolgenden fünf Jahre verbesserte sich die finanzielle Situation der SNB dank Bewertungsgewinnen und laufender Erträge. Bereits 1978 musste die SNB erneut Währungsverluste verzeichnen. Auch in dieser Situation erholte sich die Bilanz der Nationalbank wieder, ohne dass neue Mittel eingeschossen werden mussten. [10]

Betrachten wir nun zweitens die aktuelle, geldpolitisch ebenfalls alles andere als „gewöhnliche" Zeit. Die Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise brachte teils schockartige Störungen der Finanzmärkte und der Weltwirtschaft mit sich. Die Schweiz blieb davon nicht verschont. Um in dieser Ausnahmesituation den Auftrag zu erfüllen, musste die SNB eine breite Palette von geldpolitischen Instrumenten in teils enormem Umfang einsetzen. Angefangen hatte es mit der Stabilisierung des Interbankenmarktes im August 2007, gefolgt von der Versorgung der Märkte mit US-Dollars ab Dezember 2007. Dann wurden im Oktober 2008 die Zinsen massiv gesenkt und der Stabilisierungsfonds gegründet. Schliesslich erfolgten von März 2009 bis Mitte 2010 Interventionen an den Devisenmärkten. Dieses Jahr haben wir im Kampf gegen die Frankenstärke die Liquidität am Geldmarkt massiv erhöht und am 6. September einen Mindestkurs zum Euro von 1.20 Franken festgelegt. Ein solch

[10] In beiden Fällen verfügte die SNB damals über negatives Eigenkapital, das jedoch nicht ausgewiesen wurde; 1971 aufgrund einer Garantie des Bundes – die als Schuldverpflichtung des Bundes in der Bilanz der SNB aktiviert wurde, aber nie in Anspruch genommen werden musste – und 1978 aufgrund der Aktivierung von stillen Reserven. Im Unterschied zu den 1970er Jahren würde die SNB heutzutage negatives Eigenkapital offen und transparent ausweisen.

intensiver Einsatz der geldpolitischen Instrumente war und ist notwendig, um unseren gesetzlichen Auftrag zu erfüllen. Im Unterschied zu einem privaten Unternehmen oder einer Geschäftsbank hat und wird sich die SNB in ihren geldpolitischen Entscheiden nie von Gewinnüberlegungen leiten lassen. Sie hat vielmehr die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Mitunter muss die SNB ihre Bilanz stark ausweiten und so Risiken auf sich nehmen, um ihren Auftrag zu erfüllen.

Die negativen Folgen der jüngsten Krise konnten dank dieses vollen Einsatzes des geldpolitischen Instrumentariums bislang relativ erfolgreich gedämpft werden. Die Massnahmen hatten aber bedeutende Auswirkungen auf unsere Bilanz und Erfolgsrechnung.

Die gewichtigste Veränderung der Bilanz stellt dabei ohne Zweifel die massive Ausweitung der Devisenanlagen dar. In Zeiten grosser globaler Unsicherheit tendiert der Franken zur Stärke, was zu Bewertungsverlusten auf den Devisenanlagen führt. Das Eigenkapital der SNB kann dadurch abnehmen und unter Umständen sogar in den negativen Bereich fallen. Insbesondere reichen in einem solchen Umfeld die Zinserträge und Dividenden auf den Fremdwährungsanlagen bei weitem nicht aus, um die Wechselkursverluste zu kompensieren. So musste die SNB – ich habe es bereits zu Beginn erwähnt – 2010 und im ersten Halbjahr 2011 hohe Verluste ausweisen. Die Festlegung eines Mindestkurses zum Euro hat nun den Nebeneffekt, dass ein Teil der Währungsverluste wieder rückgängig gemacht worden ist. Unsere Bilanz bleibt aber auch mit dem Mindestkurs anfällig auf Bewertungsänderungen; die Risiken sind leider nicht verschwunden. So können Verluste auf anderen Währungen oder dem Gold eintreten. Wegen der Grösse der Bilanz kann dies rasch hohe Beträge ergeben.

Mittel- bis langfristig werden die Zinserträge und Dividenden aber dazu führen, dass die bislang angefallenen wechselkursbedingten Bewertungsverluste auf den Devisenbeständen Schritt für Schritt kompensiert werden.[11] Sogar bei markanten Wechselkursverlusten wird das langfristig strukturelle Gewinnpotenzial der SNB kaum eingeschränkt.[12] Trotz der aussergewöhnlichen Lage mit einer massiv verlängerten Bilanz, deutlich volatileren Positionen und grösseren Risiken gilt also weiterhin, dass die SNB langfristig strukturell Überschüsse erwirtschaften kann.

---

[11] Erneute Bewertungsverluste könnten diese Kompensation allenfalls erschweren und verzögern.

[12] Genau genommen werden die Zinserträge auf den Fremdwährungspositionen ebenfalls durch den Wechselkurs beeinträchtigt.

Lassen Sie mich zusammenfassen: Hinsichtlich der Konsequenzen einer tiefen Eigenkapitalausstattung kann eine Zentralbank nicht eins zu eins mit einem privaten Unternehmen verglichen werden. Erstens kann eine Zentralbank auch bei vorübergehend negativem Eigenkapital nicht in eine Situation geraten, in der sie nicht mehr imstande ist, ihre Schulden vollumfänglich zu begleichen. Damit bleibt sie uneingeschränkt handlungsfähig. Zweitens fallen bei der SNB in normalen Zeiten Überschüsse an, die zu einer kontinuierlichen Äufnung bzw. Wiederherstellung des Eigenkapitals beitragen. In der Regel stellt sich damit die Frage von zu wenig Eigenkapital bei der SNB nicht. In Krisenzeiten kann es bei der Erfüllung des geldpolitischen Auftrags zwar zu Verlusten und allenfalls vorübergehend sogar zu negativem Eigenkapital kommen. Ein solcher Zustand sollte aber wegen des strukturellen Gewinnpotenzials nur temporärer Natur sein. Eine Zentralbank kann im Normalfall damit über die Zeit aus eigener Kraft wieder ein positives Eigenkapital erreichen. Deshalb besteht weder eine Sanierungspflicht noch ein Sanierungsbedarf.

Robuste Eigenkapitalbasis sichert Glaubwürdigkeit langfristig

Obschon die SNB auch bei negativem Eigenkapital vollumfänglich handlungsfähig bliebe und keine rechtlichen Schritte zu ihrer Rekapitalisierung eingeleitet werden müssten, dürfen wir die jüngsten Verluste keinesfalls verharmlosen. Zwei Aspekte sind in diesem Zusammenhang von zentraler Bedeutung.

Zum einen ist klar, dass Verluste einer Zentralbank substanzielle ökonomische Auswirkungen haben können. So muss aufgrund der gesetzlichen Vorgabe bei Jahresverlusten die Gewinnausschüttung an Bund und Kantone reduziert oder gar gänzlich eingestellt werden, wenn keine positive Ausschüttungsreserve respektive kein positiver Bilanzgewinn vorhanden ist.[13] Die SNB ist sich bewusst, dass dies für die Kassen von Bund und Kantone eine schmerzhafte Einbusse bedeuten kann. Allerdings dürfen wir nicht vergessen, dass ohne die resolute Geldpolitik der SNB während der letzten Jahre der Schweiz möglicherweise deutlich grössere ökonomische Schäden erwachsen wären. Wichtig ist in diesem Zusammenhang zu erkennen, dass die Gewinnentwicklung der SNB nie der Massstab für die Messung des Erfolgs ihrer Geldpolitik sein kann und die SNB keinen Auftrag hat, Gewinne zu erzielen.

[13] Art. 31. Abs. 2 NBG

Zum anderen kann ein Zustand von negativem Eigenkapital auch für eine Zentralbank problematisch werden. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Zustand längere Zeit anhält. Dauerhaft strukturelle Bilanzprobleme erscheinen widersprüchlich, da wir doch immer in der Lage sind, eigenes Geld zu schaffen. Wie könnte es trotzdem zu einer Einschränkung der geldpolitischen Handlungsfähigkeit kommen?

Ich möchte das wiederum an einem Beispiel veranschaulichen. Bestimmte Krisensituationen können das Gewinnpotenzial einer Zentralbank einschränken. Im Extremfall kann sogar ein struktureller Aufwandüberschuss entstehen.[14] Bleibt dieser Zustand negativer Seigniorage dauerhaft bestehen, wird eine Zentralbank gezwungen, Geld zu schöpfen, um die laufenden Kosten zu decken.[15] Dadurch verliert die Zentralbank aber die Kontrolle über die Geldpolitik, und es entstehen Inflationsgefahren. Wenn eine Zentralbank die Preisstabilität nicht mehr gewährleisten kann – also den Wert des Zahlungsmittels nicht mehr sichert –, verliert sie letztlich ihre Glaubwürdigkeit und womöglich auch ihre Unabhängigkeit. Wie Sie sicherlich wissen, sind Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit die wichtigsten Voraussetzungen für die Handlungsfähigkeit einer Zentralbank.

Damit Sie mich richtig verstehen: Wir halten eine solche Entwicklung in unserem Fall für höchst unwahrscheinlich.[16] Dies vor allem auch deshalb, weil die gegenwärtigen Verluste der SNB aus einer Position der Stärke der Schweiz respektive ihrer Institutionen und ihrer Währung heraus entstanden. Gerade weil die Schweiz auf der ganzen Welt ein grosses Vertrauen geniesst und deshalb der Franken so begehrt ist, mussten wir so hohe Bewertungsverluste auf unseren Währungsreserven hinnehmen.

Trotzdem geht die SNB – ich möchte dies nochmals betonen – nicht sorglos mit ihrer Bilanz um. Sie erachtet es als äusserst wichtig, dass alle Vorkehrungen getroffen werden, damit strukturelle Bilanzprobleme gar nicht erst entstehen können und dass ihre Bilanz sich wieder in Richtung Normalzustand mit genügend Eigenkapital bewegt.

---

[14] Ein Beispiel: Bewertungsverluste auf Währungsreserven und allgemein tiefe Zinsen können die ertragsbringenden Aktiven einer Zentralbank wertmässig stark reduzieren, und deren Erträge gehen entsprechend zurück. Wenn gleichzeitig Fremdkapital teuer verzinst werden muss, etwa infolge von Abschöpfungsgeschäften (SNB-Bills, Reverse Repos), kann es zu einem Aufwandüberschuss kommen, der das Eigenkapital zusätzlich schmälert.

[15] Das sind die Betriebsaufwände und die Zinskosten.

[16] Es bräuchte eine beträchtliche Diskrepanz zwischen den Erträgen auf den Aktiven einerseits und der Verzinsung des Fremdkapitals und dem Betriebsaufwand andererseits, damit eine Zentralbank langfristig keine Gewinne machen würde.

Fazit

Ich komme nun zum Schluss meiner Ausführungen und möchte ein Fazit ziehen. Eine Zentralbank bleibt trotz vorübergehend negativen Eigenkapitals uneingeschränkt handlungsfähig, weil sie nicht illiquid werden kann. Bei negativem Eigenkapital müssen im Gegensatz zu privaten Unternehmen auch keine rechtliche Schritte eingeleitet werden. Aufgrund ihres Notenmonopols generiert eine Zentralbank zudem in normalen Zeiten Ertragsüberschüsse, die nach Verlusten zu einem kontinuierlichen Wiederaufbau des Eigenkapitals beitragen. Ein anhaltender Zustand von negativem Eigenkapital kann aber langfristig die Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit einer Zentralbank gefährden. Deshalb ist es für die SNB zentral, ihr Eigenkapital nach Verlusten möglichst rasch wieder aufzubauen und langfristig über eine robuste Bilanz zu verfügen.

Zum Wiederaufbau von Eigenkapital braucht es – nicht anders als bei privaten Unternehmen – Gewinne. Denn mit „Geld drucken" kann Eigenkapital, wie gesagt, nicht nachhaltig aufgestockt werden. Die Geldschöpfung erlaubt lediglich, den Zahlungsverpflichtungen vollständig nachzukommen. Die Nationalbank hat auf Basis der heutigen Bilanzstruktur eindeutig kein strukturelles Bilanzproblem. Ein allmählicher Wiederaufbau des Eigenkapitals ist zu erwarten. Allerdings ist in nächster Zeit mit deutlich höheren Schwankungen des Jahresergebnisses zu rechnen. Entsprechend unsicherer werden auch die Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone. Es kann in Zukunft Jahre geben, in denen nicht ausgeschüttet werden kann. Voraussetzungen für eine Ausschüttung sind erstens ein ausreichendes Eigenkapital und zweitens positive Gewinne – sprich: eine positive Ausschüttungsreserve respektive ein positiver Bilanzgewinn. Ausschüttungen unabhängig vom Ergebnis würden die bestehende Substanz, die durch die bei der SNB angefallenen Verluste bereits geschwächt ist, zunehmend aushöhlen. Diese Aspekte widerspiegeln sich auch im Nationalbankgesetz und in der neuen Vereinbarung über die Gewinnausschüttung, die das Eidgenössische Finanzdepartement und die SNB bis Ende Jahr abschliessen werden.

Uns ist bewusst, dass die volatilen Jahresergebnisse der SNB für Bund und Kantone als Empfänger der Gewinnausschüttungen weder einfach noch angenehm sind. Um sicherzustellen, dass die SNB ihr geldpolitisches Mandat im Gesamtinteresse des Landes auch auf lange Sicht uneingeschränkt wahrnehmen kann, ist es unabdingbar, zunächst die Kapitalbasis wieder ausreichend zu stärken. Dafür müssen entsprechende Gewinne

erwirtschaftet und einbehalten werden. Langfristig profitiert davon die ganze Volkswirtschaft.

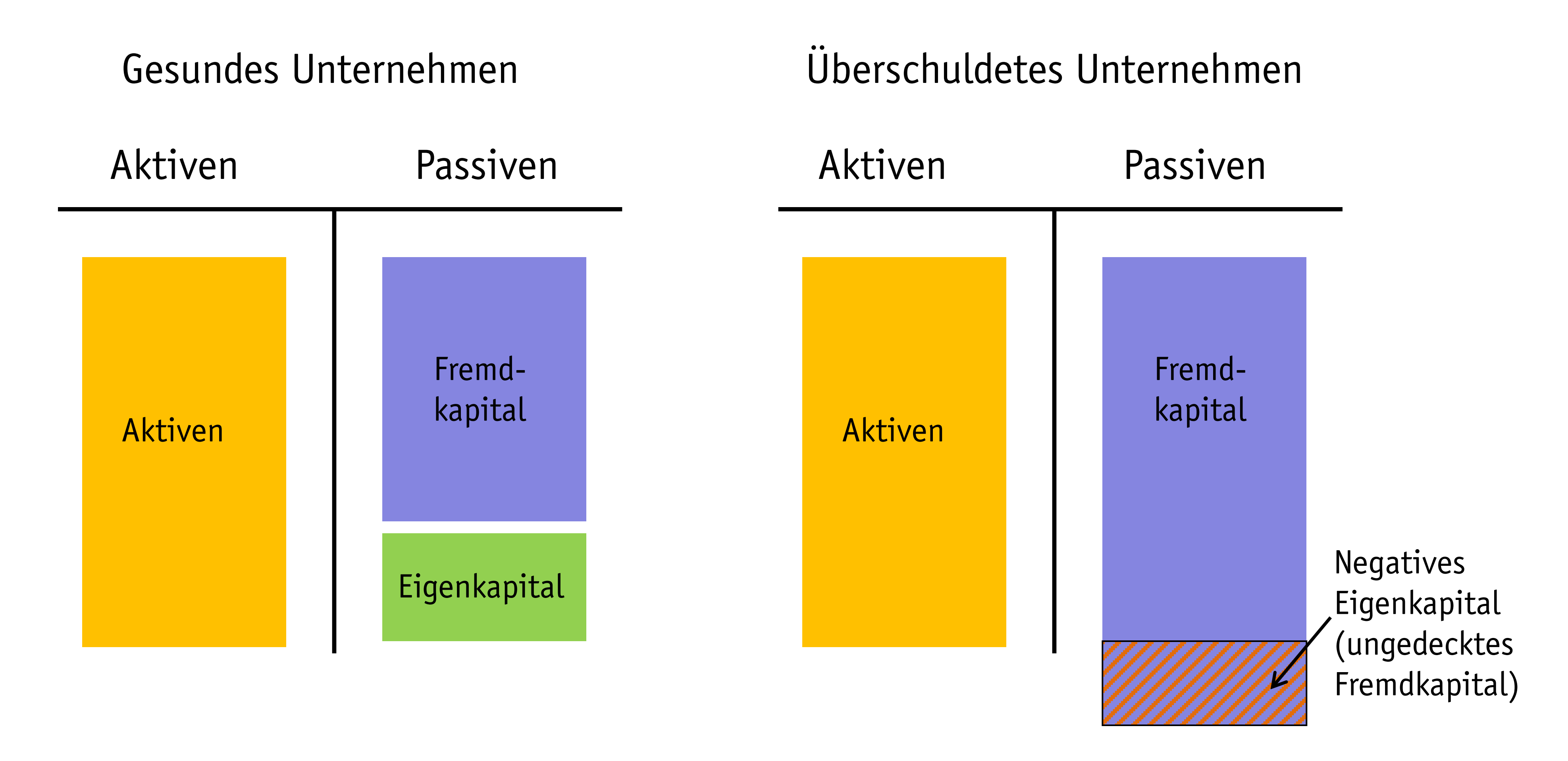
Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?

Thomas J. Jordan
Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft Basel
Basel

28. September 2011

Warum braucht ein Unternehmen Eigenkapital? Das Insolvenzproblem



Warum braucht ein Unternehmen Eigenkapital? Das Illiquiditätsproblem

- Illiquidität = kurzfristige Zahlungsprobleme
  - Zahlungsaufschübe aushandeln, Geld aufnehmen oder Vermögenswerte abstossen
- Gefahr einer Abwärtsspirale bei Zweifeln der Gläubiger an der Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens
  - Notwendigkeit von *fire sales* oder Verschuldung zu schlechteren Konditionen
  - Dadurch Beschneiden des Ertragspotenzials, weitere Verluste möglich
  - In letzter Konsequenz: Abrutschen in die Insolvenz möglich

→ Verhinderung von Vertrauensverlust in die Zahlungsfähigkeit sowie von Abwärtsspirale dank ausreichendem Eigenkapital

Zwischenfazit 1: Für gewöhnliche Unternehmen positives Eigenkapital unabdingbar

- Ausreichende Kapitaldecke notwendig für vollständige Bedienung aller Gläubiger
- Positive Signalwirkung bezüglich der Zahlungsfähigkeit und Kreditwürdigkeit dank ausreichender Kapitaldecke
- Zwecks Gläubigerschutz: Gesetzlich vorgeschriebene Sanierung oder Liquidation bei unzureichender Eigenkapitalausstattung

Bei Zentralbanken: negatives Eigenkapital kurzfristig unproblematisch

- Vorgängige Überlegungen nicht auf eine Zentralbank übertragbar
- Zwei wesentliche Gründe

  1. Illiquidität in eigener Währung bei Zentralbank nicht möglich
     → keine Sanierungspflicht

  2. Langfristige Ertragsüberschüsse der Zentralbank
     → kein Sanierungsbedarf

Grund 1: Kein Liquiditätsproblem

- Grossteil der Verbindlichkeiten (Notenbankgeldmenge: Notenumlauf und Giroguthaben der Banken) grundsätzlich nicht mit normalen Schulden vergleichbar
  - Zinslos und keine Rückzahlung
  - Höhe durch SNB bestimmbar
- Hintergrund: Notenmonopol; Fähigkeit, Geld zu schöpfen

→ Bedienung der Verbindlichkeiten grundsätzlich immer möglich

→ Gläubiger bei negativem Eigenkapital nicht schlechter gestellt

Gesicherte Handlungsfähigkeit bei negativen Eigenkapital

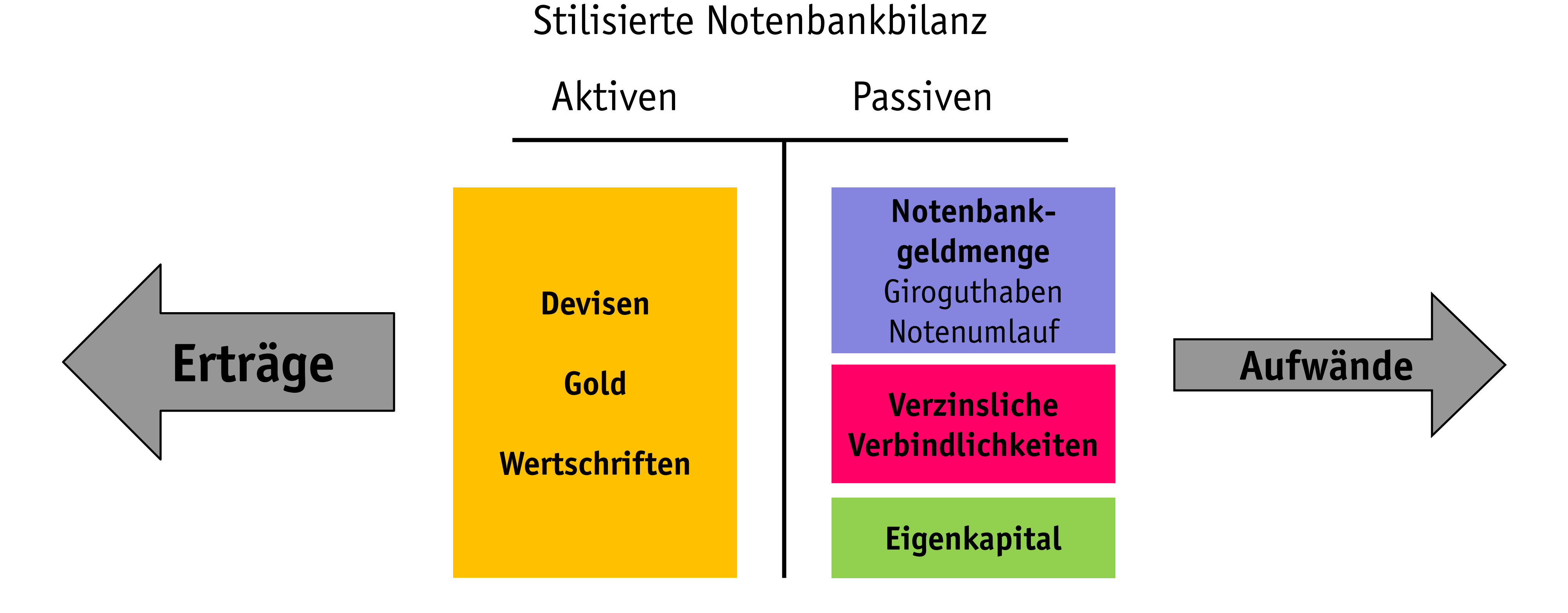
- Handlungsfähigkeit auch bei temporär negativem Eigenkapital jederzeit gesichert
- Handlungsfähigkeit gegeben im Hinblick auf
  - Akzeptanz bei den Gegenparteien der SNB
  - Umsetzung der geldpolitische Entscheide
  - Erfüllung des geldpolitischen Auftrags

Keine Sanierungspflicht bei negativem Eigenkapital

- Keine rechtlichen Hindernisse für die Fortführung der Geschäftstätigkeit der SNB
  - Auflösung nur durch Verfassungsänderung
  - Keine Anwendung der Konkursbestimmungen
- Keine Verpflichtungen für Aktionäre, Eigenkapital nachzuschiessen

→ Kein Sanierungspflicht bei negativem Eigenkapital

Grund 2: Langfristige Ertragsüberschüsse



Im langfristigen Mittel: Erträge > Aufwände

Kein Sanierungsbedarf bei negativen Eigenkapital

- Langfristige positives Gewinnpotenzial wegen Notenmonopol (Seigniorage)
  - Im langfristigen Mittel: Erträge > Aufwände
- Prioritäre Gewinnverwendung: Bildung von Rückstellungen für Währungsreserven
  - Aufbau von Eigenkapital durch Rückbehalt von Seigniorage
- Sekundäre Gewinnverwendung: Ausschüttung an Bund und Kantone

→ Kein Sanierungsbedarf bei negativem Eigenkapital

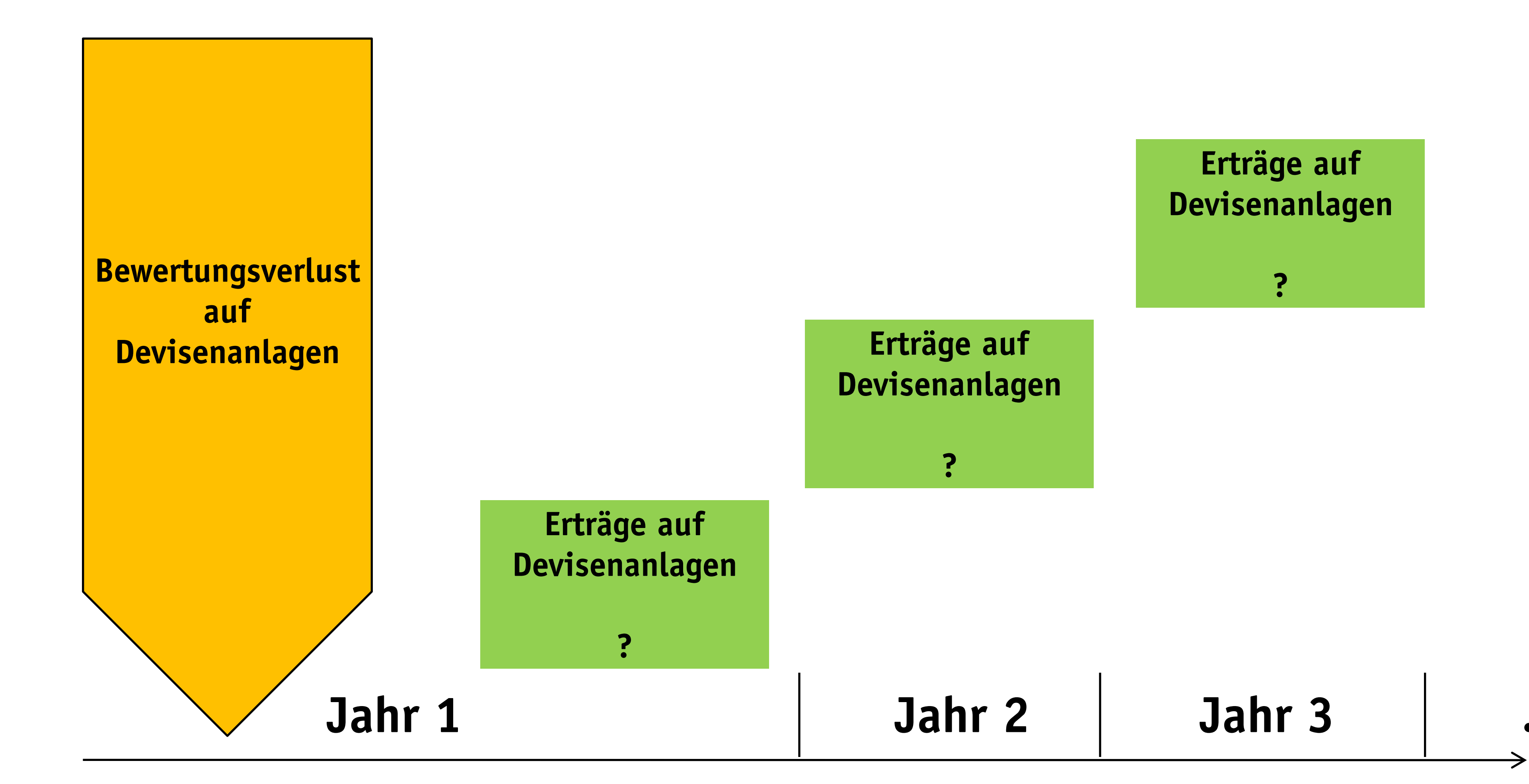
Verluste in geldpolitisch ausserordentlichen Zeiten

- Verluste meist in Situationen von starker Frankenaufwertung
- Illustration anhand von zwei Beispielen
  - Währungsverluste der 70er-Jahre (Zusammenbruch Bretton Woods)
  - Aktuelle Situation

Währungsverluste in der aktuellen Krise

- Extreme Störungen der Finanzmärkte und der Weltwirtschaft
- Einsatz von breiter Palette geldpolitischer Instrumente
- Massnahmen notwendig und erfolgreich
- Aber: bedeutende Auswirkungen auf Bilanz und Erfolgsrechnung
- Eigenkapitalverluste oder negatives Eigenkapital möglich (Zins- und Dividendenerträge < Wechselkursverluste)

Erhalt des Ertragspotenzials auch in geldpolitisch aussergewöhnlichen Zeiten



Potenzial und Schwankungen der Erträge

- Langfristiges Gewinnpotenzial vorhanden trotz phasenweise massiver Verlusten
- Jahresergebnisse der SNB von Natur aus grossen Schwankungen unterworfen
- Insbesondere bei grosser Bilanz aufgrund von geldpolitischen Massnahmen

Zwischenfazit 2: Negatives Eigenkapital temporär für SNB unproblematisch

- Schuldbedienungsfähigkeit nicht beeinträchtigt
  - → Handlungsfähigkeit der SNB nicht eingeschränkt
  - → **Keine rechtlichen Hindernisse für Fortführung der Geschäftstätigkeit**
- Im langfristigen Mittel Erwirtschaftung von strukturellen Überschüssen
  - → Fähigkeit zum Auf- bzw. Wiederaufbau von Eigenkapital über die Zeit
  - → **Kein ökonomischer Bedarf zur sofortigen Aufstockung von Eigenkapital**

Robustes Eigenkapital sichert langfristig Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit

- Negative Auswirkungen von hohen Verlusten und anhaltend negativem Eigenkapital:
  - Gewinnausschüttung an Bund und Kantone beeinträchtigt. Aber: Gewinnentwicklung kein Massstab für die Messung des Erfolges der Geldpolitik
  - Einschränkung der Handlungsfähigkeit langfristig möglich (bei Verlust von Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit)

Wichtige Konsequenz: Sicherstellen einer ausreichenden Eigenkapitaldecke

- Strukturelle Bilanzprobleme im Fall der SNB höchst unwahrscheinlich
  - Gegenwärtige Verluste der SNB aus einer Position der Stärke der Schweiz entstanden
- Aber äusserst wichtig: Treffen aller Vorkehrungen um strukturelle Bilanzprobleme zu vermeiden
- Verwendung der Gewinne für Bilanzstärkung

Fazit: Braucht die SNB Eigenkapital?

- Handlungsfähigkeit bei negativem Eigenkapital gegeben
- Aber:
  - Substanzielle ökonomische Kosten bei Verlusten möglich
  - Einschränkung der Handlungsfähigkeit langfristig möglich
- Gewinnerwirtschaftung als notwendige Voraussetzung für den Erhalt und Aufbau von Eigenkapital
- Gewinnausschüttung nicht möglich, solange unzureichende Ausstattung mit Eigenkapital
- Langfristig robuste Bilanz von grossem Nutzen für ganze Volkswirtschaft